

债券虚假陈述民事诉讼的发展与探索

——基于过往 10 宗案例的观察

赖冠能*

摘要：通过梳理自超日债案以来共 10 宗债券市场虚假陈述裁判案例，从法律适用、被诉主体身份、发行人及其控股股东、实控人、董监高责任、中介机构责任、投资者损失计算、原告自身过错对被告赔偿责任的影响、发行人破产对债券虚假陈述的影响等多个方面进行观察和比较，总结有关要素事实、争议焦点与裁判观点，以期有助于读者了解我国债券市场虚假陈述司法实务的发展现状。

关键词：债券虚假陈述 损失计算 中介机构责任 原告自身过错

2014 年，“11 超日债”违约，开启我国债券市场违约元年，该案亦成为我国首例债券市场虚假陈述诉讼案件。自 2018 年起，我国债券违约情况频发，至 2020 年达到顶峰；此三年间，每年违约规模均高达千亿级别。2022 年起，我国债券违约状况开始放缓，并有明显改善。债券违约的同时，有的企业也暴露出其在债券发行时存在欺诈发行或虚假陈述的问题。但诉讼程序的介入具有滞后性。因债券违约导致的民事诉讼，自 2019 年才开始高发。我国债券虚假陈述诉讼引起业内的广泛关注则始于 2020 年，特别是五洋债一案，给资本市场和法律界带来巨大的震动。其后，2022 年年底判决的大连机床案，以及 2023 年以来的胜通债案和首例 ABS 欺诈发行案，均引发了巨大的关注，巨额的赔偿金额、不同的裁判尺度自然引发争议不断。

为研究我国债券市场虚假陈述诉讼的历史与发展趋势，通过司法实践探索该类案件的裁判尺度与规则，本文整理了自超日债案以来发生的共 10 宗债券虚假陈述案

* 北京市隆安（深圳）律师事务所高级合伙人，深圳市律师协会证券法律专业委员会主任。

例,从法律适用、被诉主体、责任范围、损失计算等诸多方面进行了比较与分析,希望读者能从中管窥一二、有所裨益。

我国债券纠纷案件主要发生于公司信用类债券,主要包括公司债券、企业债券和非金融企业债务融资工具。根据央行的统计口径,还包括资产支持证券(ABS)和资产支持票据(ABN)。《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(下称《债券纪要》)中提及的债券品种即为公司债券、企业债券和非金融企业债务融资工具。目前,法院已审理的债券虚假陈述案例主要涉及公司债券和非金融企业债务融资工具,此外,还有 2023 年上半年判决的首例 ABS 欺诈发行案。因而,本文的研究对象包括公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具和 ABS 等公司信用类债券因信息披露违法导致的虚假陈述诉讼案件。详见表 1。

表 1 过往 10 宗债券虚假陈述案例

序号	发行人	债券名称	债券类型	交易场所	审理法院	裁判日期
1	协鑫集成科技股份有限公司	11 超日债	公司债(公开发行)	深交所	一审南京中院 二审江苏高院	2016 年 8 月至 2018 年 10 月
2	吉林粮食集团收储经销有限公司	14 吉粮债	中小企业私募债	上交所	一审长春中院 二审吉林高院	2020 年 3 月(二审)
3	莒南县鸿润食品有限公司	13 鸿润债	中小企业私募债	上交所	一审济南中院 二审山东高院	2021 年 1 月(二审)
4	广东海印集团股份有限公司	海印转债	可转债	深交所	广州中院(一审)	2020 年 6 月(一审)
5	宿迁市致富皮业有限公司	12 致富债	中小企业私募债	深交所	一审北京二中院 二审北京高院	2021 年 12 月(二审)
6	五洋建设集团股份有限公司	15 五洋债	公司债(公开发行)	上交所	一审杭州中院 二审浙江高院	2020 年 12 月(一审) 2021 年 9 月(二审)
7	康得投资集团有限公司	不详	非金融企业债务融资工具	银行间市场	一审北京三中院 二审、再审北京高院	2022 年 1 月(二审) 2023 年 3 月(再审)

续 表

序号	发行人	债券名称	债券类型	交易场所	审理法院	裁判日期
8	大连机床集团有限责任公司	16大机床SCP002	非金融企业债务融资工具	银行间市场	北京金融法院	2022年12月 (一审)
9	山东胜通集团股份有限公司	不详	非金融企业债务融资工具	银行间市场	济南中院	2023年3月 (一审)
10	昆山美吉特灯都管理有限公司(原始权益人)	华泰美吉特灯都资产支持专项计划	ABS	上交所	上海金融法院	2023年4月 (一审)

一、债券市场虚假陈述案件的法律适用

从既往案例来看,在2020年以前,我国债券市场出现虚假陈述诉讼案件只出现于交易所债券,既有公募债券(含可转债),也有私募债券。2020年及2021年,北京三中院及北京金融法院相继受理了涉康得集团及大连机床集团的银行间市场非金融企业债务融资工具案件,上海金融法院亦于2020年受理了首例ABS欺诈发行案。至此,我国债券虚假陈述案件的受理范围覆盖了交易所市场和银行间市场、公募和私募。

一般来说,业内、学术界对于交易所市场公募债券适用《证券法》及虚假陈述司法解释的争议不大,我国首宗债券虚假陈述案件中涉及的“11超日债”即属于深圳证券交易所公开发行的公司债券。与此同时,对于私募债券特别是银行间市场债券虚假陈述的法律适用却存在不同观点。

2003年《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称“旧《若干规定》”)的适用范围明确排除了非公开发行及协议转让方式产生的证券纠纷。理论上,该司法解释通常被认为是以有效市场假设及欺诈市场理论为基础,并根据采用集中竞价方式的诱多型虚假陈述模型制定的,非公开发行或协议转让方式交易的债券不能适用。故彼时通常认为,交易所市场发行的私募债券虽属《证券法》规定的证券种类,但不能直接适用旧《若干规定》。2020年3月二审审结的吉粮债案便是持此观点。在该案中,吉粮债属于私募债且交易方式为协议转

让,法院认为该案不适用旧《若干规定》,但适用《证券法》,并直接援引2005年《证券法》第69条判决被告承担赔偿责任。

2020年7月,最高院制定《债券纪要》,要求对具有还本付息这一共同属性的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具适用相同的法律标准。2022年1月实施的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(以下简称“新《若干规定》”)亦放宽适用至非公开发行和协议转让的情形。自《债券纪要》制定后,不论学界观点如何,不论是公募债还是私募债,亦不论其交易方式是集中竞价还是协议转让,均可统一适用《债券纪要》乃至新、旧《若干规定》进行裁判。《债券纪要》制定后审结的案件,如鸿润债案、致富债案、五洋债案,法院均认定适用《证券法》及旧《若干规定》。

银行间市场债券虚假陈述是否适用证券法及虚假陈述司法解释存在较大争议。在《债券纪要》公布前,最高人民法院在2020年5月的一份裁定中认为,通过簿记建档、集中配售方式在银行间债券市场发行的债券不符合旧《若干规定》规定的适用条件。其后公布的《债券纪要》虽然将银行间市场债券(即非金融企业债务融资工具)纳入统一规定,但相关争议仍在。有学者认为,由于新、旧《证券法》均未明确规定银行间市场债券,而银行间市场是否属于新《若干规定》定义的“国务院批准的其他全国性证券交易场所”亦存在争议,加之银行间市场属于私募、非有效市场等原因,故银行间债券市场虚假陈述不应适用证券法及新《若干规定》。在康得债一案再审中,北京高院就回避了是否适用虚假陈述司法解释的争议,而是在“本院认为”部分具体分析法律适用的理由时,根据《债券纪要》的相关规定进行了说理。

不过,从大连机床案及胜通债案等后续案件来看,自新《若干规定》实施后,北京金融法院、青岛中院均认定银行间市场债券适用《证券法》及新《若干规定》。大连机床案中,北京金融法院认为:“银行间债券市场是我国规模最大的债券发行与交易市场。申请在银行间市场发行交易的债券以及提供相应服务的中介机构来自全国各地,银行间市场债券的发行、上市、交易、结算等各项机制均有全国统一的标准。基于此,银行间债券市场应属于《证券法》规定的全国性证券交易场所。银行间债券的发行和交易,属于国务院依法认定的其他证券的发行和交易,依法应当适用《证券法》及其司法解释的规定。”

本文认为,康得债案二审审结较早且本身就存在较大争议,大连机床案及胜通债案的判决更能体现当前司法机关的主流观点,更符合最高院《债券纪要》要求正确审

理各类债券纠纷,统一法律适用和裁判尺度的立法目的。故上述问题虽在学界尚存争议,但目前司法机关的主流观点已有定论。

关于 ABS 虚假陈述案件的法律适用问题。美吉特 ABS 案作为我国首例 ABS 欺诈发行案,案涉资产支持证券发行于 2016 年,2014 年《证券法》尚未明确将资产支持证券纳入适用范围。但上海金融法院认为,此前相关政策文件均明确将资产支持证券纳入债券市场予以规定,案涉资产支持证券是在上交所挂牌交易的证券,其概念、特征、运行、各方权利义务等均为《资产证券化业务管理规定》所明确规定,且该规定第一条明确其制定的依据为《证券法》《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》等,故该案应当适用 2014 年《证券法》;同时,新《若干规定》也明确其适用范围为“在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件”,符合该案情形。同时该案系新《若干规定》施行后尚未终审的案件,故应适用该规定。如表 2 所示。

表 2 过往 10 宗案件适用证券法及虚假陈述司法解释情况

序号	案件	债券类型	交易场所	裁判日期	是否适用证券法	是否适用虚假陈述司法解释
1	超日债案	公司债	深交所	2016 至 2018 年	是	是(适用旧解释)
2	吉粮债案	中小企业私募债	上交所	2020 年 3 月(二审)	是	否
3	鸿润债案	中小企业私募债	上交所	2021 年 1 月(二审)	是	是(适用旧解释)
4	海印转债案	可转债	深交所	2020 年 6 月(一审)	是	是(适用旧解释)
5	致富债案	中小企业私募债	深交所	2021 年 12 月 30 日(二审)	是	是(适用旧解释)
6	五洋债案	公司债	上交所	2020 年 12 月 31(一审) 2021 年 9 月(二审)	是	是(适用旧解释)
7	康得债案	非金融企业债务融资工具	银行间市场	2022 年 1 月(二审) 2023 年 3 月(再审)	是	否(但适用《债券纪要》)

续 表

序号	案件	债券类型	交易场所	裁判日期	是否适用 证券法	是否适用虚假 陈述司法解释
8	大连 机床案	非金融企业债 务融资工具	银行间 市场	2022 年 12 月 (一审)	是	是(适用新解释)
9	胜通 债案	非金融企业债 务融资工具	银行间 市场	2023 年 3 月 (一审)	是	是(适用新解释)
10	美吉特 ABS 案	ABS	上交所	2023 年 4 月 (一审)	是	是(适用新解释)

二、被诉主体及其责任承担

(一) 被告主体范围

根据《证券法》及相关司法解释,发行人因欺诈发行、虚假陈述行为给投资者造成损失的,投资者可根据规定要求发行人、发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员、保荐承销机构、证券服务机构等承担连带赔偿责任。但实务中,囿于现实条件或基于其他各种原因,投资者通常不会“一网打尽”,而是根据实际情况有选择地选择对手。如图 1 所示。

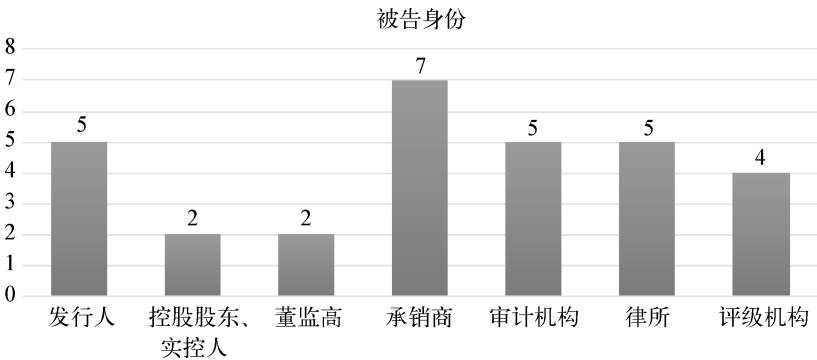


图 1 被告主体身份情况

如图 1 所示,在既往 10 宗案例中,起诉债券发行人仅占一半(5 宗);起诉控股股东或实际控制人的仅有 2 宗;起诉董监高的也仅有 2 宗,其中五洋债案的被告陈某樟同时作为实控人及董事长(故起诉控股股东、实控人或董事监高的总共只有 3 宗)。

上述 10 宗案件中,仅超日债案和海印转债两只公募债案件起诉了发行人,但却有 8 宗案件起诉了中介机构。其中,起诉承销商(含 ABS 案中的财务顾问、管理人)的高达 7 宗;起诉审计机构和律师事务所的也分别有 5 宗;起诉信用评级机构的也有 4 宗。

可见,不同于股票类虚假陈述案件主要是向发行人追责,债券虚假陈述案件更多地是向中介机构索赔。概因债券虚假陈述案件多由债券违约引发,其中不乏在诉前就已进入破产程序,投资者往往是因债券发行人早已丧失偿债能力才不得已而为之。另外,实务中,控股股东、实控人、董监高也鲜有被起诉,这一方面可能是在新《证券法》生效前,2005 年《证券法》规定控股股东、实控人承担的是过错责任而非过错推定责任,现有案件虚假陈述行为多数发生于新《证券法》施行前,且多数控股股东、实控人未受到行政处罚,认定其存在过错责任存在一定困难;另一方面,控股股东、实控人(可能同时也是发行人高管)往往在企业融资、举债时作为连带责任人,同样不具备偿债能力,往往也因无法履行生效裁判而被列入失信被执行人,有的法人股东甚至被法院裁定与发行人合并破产(如大连机床案)。对于董监高,即便未被列入失信被执行人,其偿债能力往往也较为有限,且在通知、送达时可能存在障碍从而影响诉讼效率。综合考虑之下,多数投资者未将发行人的控股股东、实际控制人或董监高列为被告。

与之相反,银行、券商作为债券承销商往往财力雄厚,在中介机构中也居于主要地位,一旦发生虚假陈述,反而最容易成为被起诉追责的对象。此外,审计、法律、信用评级等中介机构也容易成为被诉主体。这充分说明,债券虚假陈述案件中,因发行人及“首恶”往往已不具备偿债能力,投资者转而向中介机构特别是券商追责的“追首富”情形要比股票市场虚假陈述更为常见。

(二) 发行人及其控股股东、董监高的责任承担

表 3 发行人及其控股股东、董监高的责任承担情况

序号	案 件	发行人	是否被处罚/处分	发行人责任	控股股东、实控人责任	董监高责任
1	超日债案	协鑫集成	发行人被行政处罚	承担赔偿责任投资差额损失责任	未被起诉	
2	吉粮债案	吉粮收储(破产清算)	发行人及控股股东高管被判刑	确认原告对其享有破产债权	确认原告对其享有破产债权	未被起诉

续 表

序号	案 件	发行人	是否被处罚/处分	发行人责任	控股股东、 实控人责任	董监高 责任
3	海印转 债案	海印股份	发行人被行政处 罚	承担赔偿责任投 资差额损失 责任	未被起诉	
4	五洋 债案	五洋建设集 团(破产重 整)	发行人及实控人、 法定代表人陈某 樟均被行政处罚	确认原告对 其享有债权	实控人、法定代表人陈某 樟承担连带赔偿责任	
5	美吉特 ABS 案	美吉特灯都 公司(原始 权益人)	发行人被采取监 管措施、上交所公 开谴责	承担赔偿责 任	未被起诉	
6	鸿润 债案	鸿润公司	发行人及实控人 陈某被判欺诈发 行债券罪	未被起诉	未被起诉	承担连带 赔偿责任

如表 3 所示,上述 5 宗发行人被诉的案件中,法院均判决发行人负赔偿责任(其中吉粮债案及五洋债案因发行人进入破产程序,以确认原告对其享有破产债权的方式判决)。起诉控股股东、实控人及高管的 3 宗案件,包括吉粮债案的控股股东吉粮集团(涉刑)、五洋债案的实控人陈某樟(行政处罚),鸿润债案的董监高(未被处罚)均被判担责。

无论根据新、旧《证券法》,发行人作为信息披露第一责任人,承担的是无过错责任。因而,在法院确认发行人构成虚假陈述且给原告造成损失时,首先要承担赔偿责任的就是发行人,故上述 5 宗被诉发行人均被判担责(含确认为破产债权)。另外 5 宗虽未起诉发行人,但主要是因为发行人已进入破产程序且原告债权已经得到确认,无须再诉(详见下文),并不意味着发行人就无须承担责任。

如前所述,2005 年《证券法》规定控股控股、实控人承担的是过错责任,原告须对控股控股、实控人存在过错负举证责任,若无相关刑事判决或行政处罚,原告在实务中举证难度较大,加之控股控股、实控人在债券违约后的偿付能力往往也存在问题,故实践中起诉控股控股、实控人很少。而现有起诉控股控股、实控人且原告胜诉的,均存在被告涉刑或被处罚的情况。

无论根据新、旧《证券法》,发行人的董监高承担的是过错推定下的连带责任,即其作为被告应自行举证证明其不存在过错,否则应与发行人承担连带赔偿责任,已有的 2 宗案例(不论是否被处罚)均最终判决董监高承担连带责任。即便法律规定对原

告较为有利,但如前面所分析,起诉董监高的案例也非常有限。此外,根据当前精细化审理的司法审判趋势,参考近期中安科、乐视网等股票虚假陈述案例,笔者判断,在后续涉及起诉董监高的债券虚假陈述案件中,即便认定董监高存在过错,法院根据其过错程度判决适用比例连带责任的可能性较大。

(三) 中介机构的责任承担

表 4 被诉中介机构及其担责情况

序号	案件	被诉中介机构	是否被处罚/处分	主承销商责任	其他中介机构责任
1	超日债案	未被起诉	/	/	/
2	海印转债案	未被起诉	/	/	/
3	吉粮债案	某券商(主承销商)	主承销商被证监局出具监管函	与发行人承担连带赔偿责任	未起诉
4	鸿润债案	1. 某券商(主承销商) 2. 山东某律所	1. 主承销商在二审期间被证监局出具监管函 2. 律所无处罚/处分	承担连带赔偿责任	被诉律所无须承担赔偿责任
5	致富债案	某会计师事务所	审计机构工作人员王某犯欺诈发行债券罪(共犯)	未被起诉	审计机构承担赔偿责任(明知、共同侵权)
6	五洋债案	1. 某券商(主承销商) 2. 某会计师事务所 3. 某律所 4. 某评级机构	除律所外,均被行政处罚	承担全部连带赔偿责任	审计机构承担全部连带赔偿责任;律所承担 5% 连带赔偿责任;评级机构承担 10% 连带责任
7	康得债案	1. 某券商 A(主承销商) 2. 某券商 B(联席主承销商) 3. 某会计师事务所	仅发行人被交易商协会纪律处分,中介机构无处罚/处分	不承担赔偿责任(承销商已提交《尽职调查报告》及工作底稿等材料,证明其对案涉债券的发行尽到了相对合理的尽职调查义务)	审计机构未承担赔偿责任(应承担补充赔偿责任,但康得集团是否给江西银行造成损失及损失的数额均未最终确定)

续 表

序号	案件	被诉中介机构	是否被处罚/处分	主承销商责任	其他中介机构责任
8	大连机床案	1. 某银行(主承销商) 2. 某会计师事务所及其分所 3. 某评级机构 4. 辽宁某律所	发行人犯骗取贷款罪,被交易商协会自律处分;中介机构无处罚/处分	承担 10% 连带赔偿责任	审计机构承担 4% 连带责任; 律所承担 6% 连带责任
9	胜通债案	1. 某券商(主承销商) 2. 某会计师事务所 3. 某评级机构 4. 某律所	均被行政处罚	承担全部连带责任	审计机构承担全部连带责任; 评级机构承担 50% 承担连带责任;律所承担 5% 连带责任
10	美吉特 ABS 案	1. 海富通资管(管理人) 2. 某律所 3. 某评级机构 4. 某券商(财务顾问)	均被出具监管措施	1. 券商作为财务顾问承担全部连带赔偿责任(明知) 2. 管理人海富通资管承担 30% 连带赔偿责任	律所、评级机构分别承担 10% 连带责任

如表 4 所述,债券虚假陈述纠纷案件以追究中介机构责任为主。如表 4 所示,在既往 10 宗案例中,除超日债案和海印转债案两宗交易所公募债案未起诉中介机构外,其他 8 宗均起诉了中介机构。其中,有 7 宗起诉了承销商(含首例 ABS 案中的财务顾问、管理人),分别有 5 宗起诉了审计机构及律师事务所,有 4 宗起诉了信用评级机构。

从各中介机构最终的责任承担来看,在起诉承销商(含首例 ABS 案中的财务顾问、管理人)的 7 宗案件中,除康得债案外,其余 6 宗均判决承销商承担连带赔偿责任。从责任承担的比例来看,更是有 5 宗判决承销商承担全部连带责任,仅有大连机床案中主承销商承担 10% 连带责任。另,首例 ABS 案中某券商作为财务顾问承担 100% 连带责任外,管理人海富通公司因法院认定其主要作为通道属性,被判仅承担 30% 连带责任。

起诉审计机构的 5 宗案件中,除康得债案外,其余 4 家被诉审计机构均被判承担赔偿责任,其中,除大连机床案仅承担 4% 的连带责任外,其他 3 家审计机构均被判承

担全部连带责任。

起诉律所的5宗案件中,仅有1宗被诉律所未被判承担责任(鸿润债案),其余4宗被诉律所分别承担5%(五洋债案)、6%(大连机床案)、5%(胜通债案)、10%(ABS案)连带责任。

起诉信用评级机构的4宗案件中,除大连机床案被诉评级机构未被判担责外,其他3家分别承担10%(五洋债案)、50%(胜通债案)、10%(ABS案)的连带责任。

从上述案例可知,主承销商被诉的情况最多,被判赔的连带责任比例也往往最高;律所被诉的数量虽然和审计机构一样,但因被诉虚假陈述往往涉及财务造假,审计机构被判赔的连带责任比例通常高于律所;评级机构被起诉的数量最少,但判赔的比例也不低(四分之三),而且,胜通债案判决信用评级机构承担高达50%的连带责任,这无疑给信用评级机构敲响了警钟。

从过错形式上,新、旧《证券法》均规定承销商、保荐人以及法律、审计、评估、信用评级等证券服务机构承担过错推定责任,其中新《证券法》还增加了承销、保荐机构的直接责任人作为责任主体。目前债券虚假陈述纠纷中尚未出现向承销商的责任人员索赔的先例。另外,关于过错的认定及免责情形,旧《若干规定》未作细化规定,仅简单表述“但有证据证明无过错的,应予免责”。《债券纪要》第29—31条,以及新《若干规定》第17—19条则作了较为详细的规定。从既往案例来看,中介机构以其没有过错主张免责并获得成功的案例不多。究其原因,一方面是因为中介机构承担过错推定责任,其举证责任较重;另一方面,相较于股票发行类业务,中介机构在债券项目中的收费则要低得多,其通常靠投入更少的人力及时间成本以获得利润,然而,法律规定尽调所需的程序、手段并未明显减少,从而导致中介机构在尽调中流于形式、偷工减料,尽调底稿也多无法达到法定要求。在少数几个中介机构免责的案件中,大连机床案中信用评级机构免责的主要原因系其仅对发行人进行了主体评级,未对案涉债券进行债项评级。康得债一案中,法院认为承销机构提交的《尽职调查报告》及工作底稿等材料,足以证明其对案涉债券的发行尽到了相对合理的尽职调查义务。但从该案再审裁定书来看,再审申请人(原告)某银行指出承销商尽调底稿中存在多处问题,但法院未作回应。与之相比,北京金融法院在大连机床“1号案”中结合募集说明书及主承销商的尽调报告等内容,对主承销商是否按规定履行了充分合理的尽职调查、是否存在过错进行了详细的论述。本文认为,相比于大连机床案,康得债案的说理不尽充分,其裁判结果是有待商榷的。

从责任承担方式上,新、旧《证券法》均规定中介机构责任承担方式应为连带责任。不过,2007年《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(以下简称《审计若干规定》)则通过区分过错情形来课以不同形式的责任,简言之,故意则承担连带责任,过失则承担补充责任。该规定与《证券法》是存在冲突的,本文认为,《证券法》已规定包含审计机构在内的证券服务机构承担的是连带责任,基于上位法优于下位法的基本法理,在审理证券虚假陈述案件时,当然地应适用连带责任的规定。康得债案中,法院认定审计机构承担的是补充赔偿责任,是有待商榷的。另外,该案二审终审判决应作出于新《若干规定》实施前。新《若干规定》明确,《审计若干规定》与其规定不一致的,以其规定为准。

另外,近些年来,证券虚假陈述纠纷的审判日趋精细化,《债券纪要》也强调在追究中介机构责任时,提出要将责任承担与过错程度相结合的要求,对有过错的中介机构判令其承担相应法律责任。因而,虽然《证券法》规定中介机构承担的是连带责任,但法院在证券案件审理中进行了大胆地“释法”,创造性地提出了“比例连带责任”的概念,即判令相关责任主体仅根据其过错程度承担一定比例的连带赔偿责任。杭州中院最先在五洋债一案中运用了比例连带责任,相关中介机构分别承担了5%—100%的连带责任。不过,需要指出的是,即便有比例连带责任的运用,法院对在虚假陈述中起主要作用的中介机构一般还是课以较重的责任。通常而言,券商、银行作为主承销商,负责撰写《募集说明书》等主要文件,且主导整个债券募集发行过程,通常承担较重责任。另外,债券虚假陈述多体现为财务造假,因而审计机构的责任也较重。而法律、信用评级等其他中介机构的责任相对而言较轻。事实也是如此,被判担责的6家承销商中,5家承担100%连带责任;4家承担赔偿责任的审计机构中,3家承担100%连带责任。而律所、信用评级机构承担的比例则分别在5%—10%、10%—50%之间。此外,对于主观过错为故意的中介机构,则往往要承担100%的连带责任,这包括致富债案中的某审计机构以及美吉特ABS案中的某券商(财务顾问),法院均认定其明知发行人实施财务造假活动仍予以配合。美吉特ABS案中,上海金融法院进一步认为,即便原告存在一定过失,亦不能减轻该券商的赔偿责任。

值得一提的是,上述案例中,除康得债案外,判赔比例最轻的是大连机床案,各中介机构根据其过错程度仅承担0—10%的责任。但其中很重要的一个原因是该案中原告自身存在多重过错,从而大大减轻了被告的赔偿责任(详见下述)。而且,目前已判决的北京金融法院“1号案”仅为大连机床虚假陈述系列案中的一起案件,后续其他

系列案中,由于原告自身过错存在不同情形,各中介机构的责任比例想必有所不同。

三、投资者损失计算

自《债券纪要》发布后,损失计算已然成为债券虚假陈述案件中的热点问题,特别是新司法解释实施后,对于继续持有债券的投资者损失是按“票面本息”偿付,还是按投资差额计算,已然成为焦点之争。特别是在胜通债案中济南中院判决按投资差额计算投资者损失后,围绕《债券纪要》第22条第2项的争议与批评更是甚嚣尘上。

认为应按投资差额/实际损失计算投资者损失的理由主要为:①新法优于旧法、上位法优于下位法;②按“票面本息”方式计算损失有违损失填平原则,且容易助长债券二级市场套利行为;③《债券纪要》第22条第2项有违“责任竞合”法理;④最高法院在新《若干规定》征求意见稿中曾采纳《债券纪要》第22条第二项的有关规定,但在正式稿中又予删除,该变动过程说明最高院对按照“票面本息”确定债券投资者损失的计算方式进行了否定。

认为应继续按《债券纪要》第22条第2项的规定计算投资者损失的理由主要为:①债券纪要并未被废止,目前仍为有效状态;②新《若干规定》第27条规定投资差额损失计算方法仅限于集中竞价的股票市场,不适用于非采用集中竞价的债券市场;而且该条表述的是“股票”而非“证券”(不同于其他条款均采用“证券”表述);③《债券纪要》同样在其第5条项下明确提及在债券欺诈发行和虚假陈述侵权民事案件中应根据投资者实际损失确定发行人的赔偿责任,与新《若干规定》提及的“应以实际损失为限”并无差异;④《新若干规定》并未就债券虚假陈述损失的具体计算规则作出规定,所谓“新上位法优于旧下位法”不具备适用前提;⑤简单将《新虚假陈述解释》正式稿删去征求稿中有关债券损失认定规则的行为,解读为最高院有意统一股债虚假陈述的损失认定规则,亦难免牵强附会之嫌。

表5 投资者损失的计算方式

序号	案件	债券类型	裁判日期	损失计算方式
1	超日债案	公司债	2016年至2018年	按投资差额损失
2	吉粮债案	中小企业私募债	2020年3月(二审)	票面本息

续 表

序号	案件	债券类型	裁判日期	损失计算方式
3	鸿润债案	中小企业私募债	2021 年 1 月(二审)	票面本息+保全保险费
4	海印转债案	可转债	2020 年 6 月(一审)	按投资差额损失+佣金+活期利息
5	致富债案	中小企业私募债	2021 年 12 月(二审)	债券本息+年化 24% 逾期利息、违约金-已获偿金额(含破产受偿金额)
6	五洋债案	公司债	2020 年 12 月(一审) 2021 年 9 月(二审)	票面本息+律师费(每人 2 000 元)
7	康得债案	非金融企业债务融资工具	2022 年 1 月(二审) 2023 年 3 月(再审)	未支持原告诉请
8	大连机床案	非金融企业债务融资工具	2022 年 12 月(一审)	票面本息-破产实际清偿金额
9	胜通债案	非金融企业债务融资工具	2023 年 3 月(一审)	停牌前已卖出:(买入债券的平均价格-卖出债券的平均价格之)×已卖出的债券数量 停牌前未卖出:平均买入价格×未卖出债券数量-破产实际清偿金额
10	美吉特 ABS 案	ABS	2023 年 4 月(一审)	本金+约定利率(到期日前)+同期银行贷款基准利率/LPR(到期日后)

如表 5 所示,从既往案例上看,除康得债案法院判决未支持赔偿投资者损失外,其余 9 宗案件均判决赔偿投资者损失。这 9 宗案件中,在胜通债案之前,仅有超日债案和海印转债案是按照投资差额损失进行赔付(但该二宗案件发生于《债券纪要》发布前,且案涉债券均在证券交易所公开发行并实施集中竞价交易,完全得以适用旧《若干规定》关于投资者差额损失的计算方式),其余案件均是按票面本息(减去已获清偿金额)来认定投资者损失。其中吉粮债案判决于《债券纪要》公布前,鸿润债案、致富债案、五洋债案判决于《债券纪要》公布后、新《若干规定》实施前。新《若干规定》实施后,大连机床案、美吉特 ABS 案(中间未发生转让)仍按票面本息为基本原则计算投资者损失,胜通债案则为新《若干规定》实施后首例也是目前唯一一例

按投资差额损失判赔的案例。此外,其中不乏有部分案例支持律师费(五洋债案)、保全保险费(鸿润债案)。

需要指出的是,上述支持按票面本息确定损失的案例中,部分原告投资者本就是在发行时按发行价认购,不存在低价受让问题,无法体现也不应视为主审法官对上述两种不同观点的实际倾向。可以预见,对于债券虚假陈述的争议还将在司法实践中进行数轮碰撞交锋。

四、原告自身过错对被告赔偿责任的影响

在既往 10 宗案例中,有 5 宗被告提出了原告自身存在过错的抗辩(胜通债案未见判决书,可能有误),但仅有一宗被法院明确采纳(大连机床案)。见表 6。

表 6 原告自身过错对被告赔偿责任的影响

序号	案件	原告	被告对原告存在自身过错的抗辩理由	法院对原告自身是否存在过错的认定
1	吉粮债案	东兴证券	被告主张东兴证券系本债券的投资顾问,对事实披露情况应当明知,因此,本案中吉粮收储的行为与东兴证券的投资判断不存在因果关系	原告并非募集说明书的签署方,对披露的信息的真实性、准确性、完整性不具有独立核查义务,其也仅是依据募集说明书对于“14 吉粮债”是否适于投资作出判断,故对被告的该项主张不予支持。
2	鸿润债案	中天国富证券	原告作为鸿润及本期债券发行的财务顾问及广州证券公司承销本期债券的介绍人;其对包括但不限于担保事项在内的本期债券发行的所有环节及安排的了解,又多过广州证券	虽然原告为发行人提供财务顾问服务,但第三方向发行人提供担保等增信措施的真实性并不属于其对发行人财务状况进行尽职调查的范围,不能由此认定中原告自身存在过错。
3	五洋债案	王放等 487 人	德邦证券主张于上交所作出募集资金不规范的纪律处分决定后买入债券的原告,自身对损失的发生存在过错	上交所的纪律处分决定认定五洋建设存在募集资金使用管理不规范、募集资金专户管理不到位等违规行为,但该违规行为和原告投资债券产生损失之间并无直接因果关系,对于德邦证券要求减轻赔偿责任的抗辩意见不予采信。

续 表

序号	案件	原告	被告对原告存在自身过错的抗辩理由	法院对原告自身是否存在过错的认定
4	大连机床案	蓝石资管	原告自身存在过错	原告未审慎投资,应当进一步减轻各服务机构的赔偿责任。 (1) 原告作为专业的机构投资者,未能审慎决策。原告管理的基金购入案涉债券时,案涉债券已被连续发布无法兑付的风险,其持有的大连机床其他债券已实质违约并在上清所公告……机床公司无法偿还案涉债券本息的风险极高。在此情况下原告仍然坚持购入案涉债券,可以减轻其他侵权方的赔偿责任。(2) 原告实际从事了案涉债券的营销工作,并收取了发行人返费。案涉债券违约后,原告公司将其购回的部分原因来自履行案外投顾管理义务的考虑,而未必完全是出于投资目的而购买。在此情况下,应当进一步减轻各侵权方的赔偿责任。
5	美吉特ABS案	邮储银行	被告提出原告在投资决策过程中未尽尽职调查、投研分析义务、自身存在过错的抗辩	原告作为专业机构投资者虽然在投资决策时负有一定的注意义务,但其注意义务范围与程度不同于本案中的中介机构。原始权益人灯都公司欺诈发行证券,华泰证券公司对此明知甚至放任,在案证据不足以证明原告在投资决策过程中存在明知虚假信息的情形下,即使原告在此过程中存在一定过失,亦不足以免除、减轻灯都公司、华泰证券公司的赔偿责任。本院在确定其他中介机构的连带责任比例时,已对原告作为专业机构投资者应负的注意义务及其过多轻信增信措施、未有效实地调查等过失有所考虑,并已相应减轻其他侵权方的赔偿责任。

如表 6 所示,在吉粮债案和鸿润债案中,原告均为券商,且系涉案债券投资顾问,其中鸿润债案中原告收受的财务顾问费甚至高于被告的承销费,但却未被法院认定其自身存在过错。

大连机床案是首宗认定原告自身存在过错的债券虚假陈述案件。法院认为原告自身存在双重过错：一是在其买入案涉债券时,案涉债券已被连续发布无法兑付的风险,大连机床其他债券也已实质违约。二是原告实际从事了案涉债券的营销工作,并收取了发行人返费。案涉债券违约后,原告公司将其购回的部分原因来自履行案外投顾管理义务的考虑,而未必完全是出于投资目的而购买。法院基于该等原因大大减轻了被告的赔偿责任,其中责任最重的主承销商也仅承担 10% 的连带赔偿责任。

此外,在美吉特 ABS 案中,法院虽然提及原告作为专业机构投资者在投资决策时负有一定的注意义务,但认为原始权益人灯都公司欺诈发行证券,华泰证券公司对此明知甚至放任,即使原告在此过程中存在一定过失,亦不足以免除、减轻灯都公司、华泰证券公司的赔偿责任;同时称:“本院在确定其他中介机构的连带责任比例时,已对原告作为专业机构投资者应负的注意义务及其过多轻信增信措施、未有效实地调查等过失有所考虑,并已相应减轻其他侵权方的赔偿责任。”

五、发行人破产对债券虚假陈述的影响

在统计的 10 宗案件中,有 7 宗进入破产清算或破产重整程序,如表 7 所示:

表 7 发行人破产对债券虚假陈述诉讼的影响

序号	案件	发行人是否破产重整/清算	是否确认为破产债权	破产对发行人的影响	破产对其他责任人赔偿责任的影响
1	超日债案	破产重整	是	按照重整计划清偿条件进行清偿,余额不再清偿	未被起诉
2	吉粮债案	破产清算	是	判决原告对发行人享有破产债权	无影响
3	致富债案	破产清算	是	原告破产程序中得到部分清偿,未再起诉发行人	损失赔偿责任扣除破产受偿金额
4	五洋债案	破产重整	部分原告债权已经确认,部分未确认	对于已确认债权的原告,驳回其对发行人的起诉	未影响其他责任人承担相应连带责任

续 表

序号	案件	发行人是否破产重整/清算	是否确认为破产债权	破产对发行人的影响	破产对其他责任人赔偿责任的影响
5	康得债案	是	是	未起诉发行人	被诉会计师事务所仅承担补充赔偿责任,而发行人是否给投资者造成了损失以及损失的数额均尚未最终确定,并据此驳回原告诉请
6	大连机床案	破产重整	是	原告在重整程序中得到部分清偿,未再起诉发行人	损失赔偿责任扣除破产受偿金额
7	胜通债案	破产重整	是	原告在重整程序中得到部分清偿,未再起诉发行人	损失赔偿责任扣除破产受偿金额

发行人破产对投资者的第一个影响是,如原告债权已获确认,其对发行人的债权应在破产程序中解决,其针对发行人的起诉依法应不予受理。这是因为,一旦进入破产程序,投资者对发行人享有的债权必须统一纳入破产法处理,按破产债权确认并与同类债权(通常为普通债权)同等受偿。在原告债权被确认后,除非对债权金额及性质本身存在异议,投资者不得另行起诉发行人。这是实务中仅有一半发行人被起诉的重要原因,非不为也,实不能也。在既往 10 宗案件中,有 7 宗案件发行人进入了破产程序,其中有 4 宗未起诉发行人。另外,在五洋债案中,即便原告已起诉发行人,但有部分原告的债权已经在此前得到确认,法院当即驳回了这部分债权人对发行人的起诉。当然,这并不影响投资者对其他连带责任人的诉讼追责。

另外,实务中,对于在破产程序中已经获得清偿的部分,法院在确定其他责任人员的赔偿责任时通常会予以扣除。如破产程序中原告可获偿金额尚未确定,多数案件中这一情形未影响法院判令中介机构担责,如五洋债案、致富债案,仅康得债案中法院认定审计机构承担补充责任且损失数额未定,从而暂时无须承担赔偿责任。在致富债案中,法院判项中明确被诉审计机构应承担的赔偿金额及利息、违约金计算方式的同时,又载明赔偿金额应扣除通过破产程序和其他法律途径实际获偿的金额。如前所述,康得债案中法院无视《证券法》关于中介机构承担连带责任的规定,仅根据

《审计若干规定》认定审计机构仅承担补充赔偿责任的观点本就值得商榷。从现有证券虚假陈述案例来看,实务中法院判决被告承担补充赔偿责任的情况极少发生,破产清偿额未确定通常不会影响被告赔偿责任的承担。

除上述案例之外,原告如作为债权人在破产重整中选择非现金方式清偿,其后又向其他责任主体追责的,或将被认为其债权在破产程序中已获清偿,从而惨遭败诉。在破产重整程序中,债权清偿方案可分为现金清偿和非现金清偿两种方式,非现金清偿方案中包括以股份、应收账款,或其他资产、权益的方式清偿,其中又以股份清偿方式(俗称“债转股”)最为常见,但股份清偿的价格往往存在较高溢价。举例如,某上市公司重整方案中,债权受偿方案为以上市公司资本公积转增的股份清偿,经相关测算,偿债股份的价格被设定为10元/股,即债权人每10元债权获得1股上市公司股票,但彼时二级市场上该上市公司的股价实际仅有2元。尽管债权人每10元债权实际获得的清偿额只有2元(股票实际价格),但仍视为该10元债权获得了100%清偿。债权人无法就偿债价格(10元/股)与市场价格(2元/股)的差额(8元)再向其他连带责任人索赔。

现实中已有相关案例,在中信信托起诉“亿阳债”发行人亿阳集团以及承销商中山证券、华泰证券虚假陈述纠纷一案中,一、二审法院均驳回原告诉请。该案法院认为,虽然中信信托主张“亿阳集团公司的实际股权价值远低于债转股每股价格”,即便其主张成立,但依据《破产法》第92条规定,同时结合重整计划草案关于“重整计划规定的债转股属于债权清偿方式,自完成股份的工商变更登记后,相应债权清偿完毕,亿阳集团公司及保证人不再承担清偿义务,债权人对亿阳集团公司及其保证人之外的第三人权利不受重整计划草案影响”的内容,法院认定中信信托所主张的2353余万元债权已按照重整计划全部清偿完毕,亿阳集团不再承担清偿义务,中山证券、华泰证券亦不再承担连带清偿责任。

结 语

我国债券市场虚假陈述诉讼的经历时间较短,裁判案例也相对较少。但通过研究可知,短短数年间,我国债券虚假陈述的司法审判日趋专业化和精细化。比如,从起初判决中介机构承担全部连带责任,到五洋债之后判决各中介机构根据过错程度的不同承担不同比例的连带责任;又如,对于原告自身过错对被告赔偿责任的影响,

从吉粮债案、鸿润债案较为简单地认定原告自身不存在过错,到大连机床案和首例 ABS 欺诈发行案通过详细说理来论证原告自身是否存在过错或其过错对减轻被告赔偿责任的影响程度。与此同时,仍存在一些争议较大的问题有待解决,比如低价受让债券的投资者损失计算问题,尚待进一步观察。